

(投資家行動)：アニュイティ・パズル (終身年金パズル) 再考 (1)

家計にとって終身年金には大きなメリットがあるが、終身年金への需要は世界的に非常に低い。これを「アニュイティ・パズル」と言うが、その理由を2回にわけて検討する。

終身年金は、年金原資を一時払い(積み立てる)することにより、加入者(配偶者を含むことも多い)が生存している限り年金を受け取ることができる金融商品である。個人が生命保険会社で加入できるし、企業が確定給付年金(DB)として設計することや、確定拠出年金(DC)における退職後の年金受け取り手段として商品メニューに加えることができるはずである。

家計にとって終身年金には大きなメリットがある。第一に、長寿リスクをヘッジできることである。家計が退職後の生活費を自分で運用するとしたら、長生きした場合には金融資産が枯渇する恐れがあるが、終身年金への加入により、このリスクを回避できる。第二に、予想より早く死亡した人の年金が、生きている人の年金になることにより、自分だけで運用するよりも、高いリターンを得ることができる。第三に、安定した年金額を得られることから、消費をスムーズにすることができ(消費の変動リスクを低下させる)ことができる。

退職後の資産運用は全て終身年金で行うべきとする理論がある一方、このようなメリットがあるにも関わらず、退職後の資産運用マーケットにおける終身年金が占める割合は低く、「アニュイティ・パズル(終身年金パズル)」と言われている。なぜパズルが存在するかについては様々な研究があるが、これが正しいという理由は未だ見つかっていないようだ(図表1)。

図表1: アニュイティ・パズル (annuity puzzle) が存在する理由

理由	仮説	内容
合理的理由	遺産動機仮説	終身年金への支払いに金融資産を使ってしまうと、残せる遺産が減ってしまう
	手数料が高い仮説	終身年金の販売・運用手数料が高く、他の資産と比べて魅力が低い
	身内で年金化仮説	将来、生活費が足りなくなった場合は、子供に面倒見てもらえばよい
	高額医療費仮説	将来、病気になった際、終身年金では高額医療費が払えない
	公的年金で十分仮説	公的年金は終身年金であり、これで十分
行動経済学的理由	損失回避仮説	終身年金に加入してすぐに余命一年と宣告されたら大損
	グロースバイアス仮説	複利の効果を適切に評価できない

(注) Brown J. (2007), "Rational and Behavioral Perspective on the Role of Annuities in Retirement Planning"などを参考に作成。もちろんこの表以外にも理由は考えられる。

遺産動機仮説: 終身年金に加入するためには、まとまった年金原資を一時払いする必要がある。加入により保有する金融資産は減少し、その分、子供への遺産額は減ることになる。終身年金は子供への遺産を減らす代わりに、加入者が安定した年金収入を得て、さらに長寿リスクをヘッジできるようになる金融商品だと言われることもある。従って、子供へ遺産を残したいと考える家計は(遺産動機が強ければ)、終身年金への加入は減るはずである。

一方で、わが国の遺産動機はそれほど強くないと言われている。例えば、大阪大学のホリオカ教授等の研究によれば、「積極的に遺産を残すつもりはないが、あまった場合には残す」や「遺産を残す必要はない」と考える家計の割合は多い。つまり、必要なお金はまず自分達で使い、予想より長生きしなかった場合には、子供に残すのは仕方ないという考え方だ。それならば、自分たちの生活に使える終身年金への加入がもっと増えても良いはずだろう。

また、仮に遺産動機があるとしても、現在のように終身年金への需要が非常に低い状況は説明できない。退職時点で保有する金融資産を自分達が使う分と子供に遺産として残す分の2つに分けた場合、自分達が使う分は終身年金に加入しても良いからだ。このようにすれば、遺産としても残せるし、長寿リスクもある程度ヘッジできる。遺産動機が無い場合と比較して、終身年金への需要が減ることは確かだが、現状のような低さではないはずだ。従って、遺産動機だけではアニュイティ・パズルを解くことはできないようだ。

手数料が高い仮説：年金数的にフェアな（手数料がない）終身年金であれば、加入したいと考える家計が多いはずだが、家計が加入できる終身年金は、販売・運用手数料が高いために、需要が著しく低下しているという仮説である。

米国における研究では、一時払いする年金原資と終身で得られる期待年金額の比率で見た終身年金の手数料は、概ね10～15%程度と言われている。この手数料に加え、一定の遺産動機が組み合わさった場合、終身年金への需要がほぼゼロに近くまで低下するというシミュレーション結果がある。手数料か遺産動機のどちらか一方ではアニュイティ・パズルを説明できないが、組み合わせることにより、説明は可能だと考えられている。

身内で年金化仮説：仮に終身年金に加入せず、自分で金融資産を保有するとしよう。幸い長生きして金融資産を使いきり、生活費が足りなくなった場合、子供に援助を頼み、面倒を見てくれた子供に住宅などの実物資産を中心とした遺産を残そうとする考えがある。つまり、生命保険会社に年金原資を先払いして、終身年金を得るのではなく、身内に遺産という形で費用を後払いすることにより、終身年金と同様な効果を得ようとするものである。終身年金に代替する方法なので、もちろん、終身年金への需要は減少するはずである。

ホリオカ教授の別の研究によれば、わが国では、親の世話を現在しているか、将来するつもりと考えている子供の割合は高く、さらに、将来、遺産を貰えろと考える子供の方が、親の世話をする確率が高いとしている。つまり、子供の方も、遺産が得られることを前提に、親の面倒をみる用意があるということであり、身内で年金化仮説が成り立つ環境が整っていると言えよう。このように、遺産という形で一定の費用を支払うことにより、子供に面倒を見てもらうという便益を得ることは、伝統的なだけではなく、経済学の立場からみても、合理的な行動だと考えることができる（次回に続く）。

ホリオカ(2008)「日本における遺産動機と親子関係：日本人は利己的か、利他的か、王朝的か」及び、ホリオカ他(2002)「日本人の遺産動機の重要度・性質・影響について」を参考にした。

(北村 智紀)